

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

哈药股份(600664)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
执业编号: S1500524030003
邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

2024Q3 单季度扣非归母净利润增长74%，工业业绩优化仍在持续

24H1 扣非归母净利润同比+102%，看好工业业绩反转的持续性

营销改革&产品重塑驱动 2024H1 业绩超预期

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

2024 年业绩区间符合预期，看好 2025 年经营改善的持续性

2025 年 01 月 13 日

事件: 公司发布 2024 年年度业绩预增公告，公司预计 2024 年归母净利润为 5.44 亿元到 6.53 亿元（同比增长 38%到 65%），扣非归母净利润为 5.18 亿元到 6.21 亿元（同比增长 59%到 91%）。

点评:

- **24 年业绩区间符合预期，“产品结构调整+费用投入提升+坏账转回”共同影响 24Q4 单季度业绩:** 公司发布的业绩预增报告，2024 年归母净利润中值约为 5.99 亿元（同比增长约 52%），而扣非归母净利润中值约为 5.7 亿元（同比增长约 75%）。24 年公司业绩增长亮眼，一方面系公司积极调整销售组织架构，分阶段稳步推进由重分销模式向重终端推广模式转型，另一方面系司通过对重点产品的市场深耕以及精细化运营管理，提高公司毛利率。**若单看 24Q4 单季度**，公司调整产品销售结构，故 24Q4 单季度工业收入增速有所影响。同时 24Q4 公司工业板块销售费用和研发费用有所提升，一方面系公司加大终端动销的力度，积极开展线下商演活动，另一方面系公司加大研发投入，推动项目立项等工作。此外，24 年 12 月公司收到哈尔滨市阿城区人民政府偿还款项约 0.78 亿元，转回已计提的坏账准备 0.78 亿元。我们认为，24Q4 单季度公司主业利润承压与产品结构调整和费用投入节奏密切相关，产品结构调整有助于多产品矩阵共同发展，而短期费用的投入也将为公司后续增长蓄力，诸如动销费用的投入有助于降低渠道库存水平，而研发费用投入也将培育公司中长期增长动力。
- **25 年重点关注“二三线品种放量+GNC 净利率提升+总厂经营改善”:**
 - ①**25 年二三线品种有望实现销售上量。**新一届管理层及营销骨干已用 24 年业绩展示自身经营能力，我们认为，2025 年公司拳头品种或仍将稳健增长，而二三线品种有望迎来较快增长（驱动力主要来自于公司对二三线品种营销投入及相关品种销售考核）。
 - ②**25 年高端保健品 GNC 净利率提升或可期待。**2023 年 GNC 的净利率较低（2023 年 GNC 净利率约 1%），我们认为 2025 年 GNC 净利率提升或可期待。
 - ③**25 年总厂经营改善或有持续性。**为提升总厂的盈利能力，公司加大了总厂的销售投入，同时拓展产品线。此外，公司联合七台河城投建设集团有限公司成立合资公司进行发酵项目建设，拟实现公司原料制剂一体化。若该原料制剂一体化项目投产，我们认为总厂经营改善将迎来明显拐点。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 160.92 亿元、172.63 亿元、185.2 亿元，同比增速分别约为 4%、7%、7%，实现归母净利润分别为 6.04 亿元、7.27 亿元、8.71 亿元，同比分别增长约 53%、20%、20%，对应当前股价 PE 分别为 15 倍、13 倍、11 倍，我们维持公司“买入”投资评级。
- **风险因素:** 市场竞争加剧，营销体系优化和销售不及预期，提质增效进展不及预期，医药批发业务增长不及预期，应收账款回收不及时。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	13,809	15,457	16,092	17,263	18,520
增长率 YoY %	7.9%	11.9%	4.1%	7.3%	7.3%
归属母公司净利润 (百万元)	465	395	604	727	871
增长率 YoY%	25.3%	-15.0%	52.9%	20.4%	19.7%
毛利率%	24.7%	26.2%	29.3%	30.5%	31.8%
净资产收益率ROE%	10.7%	8.4%	11.4%	12.0%	12.6%
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.16	0.24	0.29	0.35
市盈率 P/E(倍)	19.76	23.26	15.21	12.64	10.55
市净率 P/B(倍)	2.12	1.95	1.73	1.52	1.33

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 1 月 13 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	9,560	10,396	11,050	12,401	13,932	
货币资金	2,433	3,060	3,628	4,725	5,908	
应收票据	215	81	45	48	51	
应收账款	4,089	4,432	4,758	4,889	5,121	
预付账款	261	211	205	216	227	
存货	1,804	1,924	1,884	1,942	2,005	
其他	757	687	531	581	619	
非流动资产	3,875	3,716	3,537	3,324	3,111	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	2,477	2,317	2,120	1,923	1,726	
无形资产	444	451	435	418	400	
其他	954	948	981	983	985	
资产总计	13,435	14,112	14,587	15,726	17,043	
流动负债	8,002	8,243	8,067	8,408	8,767	
短期借款	1,933	1,658	1,624	1,624	1,624	
应付票据	1,172	1,670	1,581	1,665	1,754	
应付账款	2,338	2,281	2,308	2,431	2,561	
其他	2,559	2,634	2,554	2,687	2,828	
非流动负债	486	446	432	422	412	
长期借款	33	33	33	33	33	
其他	453	414	399	389	379	
负债合计	8,488	8,689	8,499	8,829	9,178	
少数股东权益	619	699	766	847	944	
归属母公司股东权益	4,328	4,724	5,322	6,050	6,921	
负债和股东权益	13,435	14,112	14,587	15,726	17,043	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	13,809	15,457	16,092	17,263	18,520	
同比(%)	7.9%	11.9%	4.1%	7.3%	7.3%	
归属母公司净利润	465	395	604	727	871	
同比(%)	25.3%	-15.0%	52.9%	20.4%	19.7%	
毛利率(%)	24.7%	26.2%	29.3%	30.5%	31.8%	
ROE%	10.7%	8.4%	11.4%	12.0%	12.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.16	0.24	0.29	0.35	
P/E	19.76	23.26	15.21	12.64	10.55	
P/B	7.83	7.19	6.18	4.55	3.19	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	13,809	15,457	16,092	17,263	18,520	
营业成本	10,403	11,405	11,383	11,990	12,629	
营业税金及附加	123	118	129	138	148	
销售费用	1,754	2,312	2,703	3,004	3,315	
管理费用	819	839	800	848	911	
研发费用	116	106	130	140	158	
财务费用	68	28	40	36	32	
减值损失合计	-88	-45	-45	-45	-45	
投资净收益	40	4	12	0	0	
其他	216	51	55	55	55	
营业利润	696	660	930	1,117	1,336	
营业外收支	5	-9	-10	-10	-10	
利润总额	701	651	920	1,107	1,326	
所得税	189	176	248	299	358	
净利润	512	474	672	808	968	
少数股东损益	47	79	67	81	97	
归属母公司净利润	465	395	604	727	871	
EBITDA	935	1,008	1,196	1,381	1,597	
EPS(当年)(元)	0.19	0.16	0.24	0.29	0.35	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	622	950	734	1,192	1,278	
净利润	512	474	672	808	968	
折旧摊销	321	312	236	237	239	
财务费用	57	56	51	50	50	
投资损失	-40	-4	-12	0	0	
营运资金变动	-163	31	-299	16	-58	
其它	-65	81	86	80	80	
投资活动现金流	72	-207	-58	-35	-35	
资本支出	61	-51	-47	-35	-35	
长期投资	0	0	5	0	0	
其他	11	-156	-16	0	0	
筹资活动现金流	175	148	-108	-60	-60	
吸收投资	17	4	0	0	0	
借款	-146	-275	-34	0	0	
支付利息或股息	873	892	568	1,097	1,183	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。